

杭州富春湾新城建设投资集团有限公司

2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：江林燕 lyjiang@ccxi.com.cn

项目组成员：汤爱萍 aptang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2022 年 5 月 27 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与发行人之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据发行人提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由发行人负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于发行人提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因发行人和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字[2022]跟踪 0368 号

杭州富春湾新城建设投资集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；

维持“21 富湾 04/21 富湾债 01”的债项信用等级为 **AA⁺**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年五月二十七日

评级观点:中诚信国际维持杭州富春湾新城建设投资集团有限公司(以下简称“富春湾新城”或“公司”)主体信用等级为**AA⁺**,评级展望为**稳定**;维持“21 富湾 04/21 富湾债 01”的债项信用等级为**AA⁺**。中诚信国际肯定了富阳区发展环境不断优化、股东持续的支持以及部分业务具有区域垄断性,业务可持续性较强等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时,中诚信国际关注到资产流动性较弱、债务规模增长较快,项目建设存在一定压力、经营活动净现金流持续为负以及收入结构单一等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

富春湾新城(合并口径)	2019	2020	2021
总资产(亿元)	521.48	643.96	799.67
所有者权益合计(亿元)	196.99	275.96	314.93
总负债(亿元)	324.48	368.00	484.74
总债务(亿元)	282.80	300.52	429.28
营业总收入(亿元)	39.24	42.07	40.02
经营性业务利润(亿元)	15.04	11.09	10.33
净利润(亿元)	14.98	11.13	10.08
EBITDA(亿元)	31.28	11.95	10.97
经营活动净现金流(亿元)	-160.16	-65.36	-103.96
收现比(X)	0.62	1.70	0.30
营业毛利率(%)	53.79	25.40	25.90
应收类款项/总资产(%)	19.00	5.33	8.45
资产负债率(%)	62.22	57.15	60.62
总资本化比率(%)	58.94	52.13	57.68
总债务/EBITDA(X)	9.04	25.16	39.15
EBITDA 利息倍数(X)	1.93	0.58	0.66

注:1、中诚信国际根据 2019~2021 年审计报告整理;2、中诚信国际分析时将长期应付款的有息部分调整至长期债务。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型:基础设施投融资(C250000 2019_02)			
杭州富春湾新城建设投资集团有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
营运效率 (13%)	经营性业务利润(亿元)*	11.50	10
	收现比(X)*	0.79	7
流动性 (18%)	货币资金/短期债务(X)	0.77	6
	受限资产占总资产的比重(X)	0.20	7
资本结构与 资产质量 (39%)	所有者权益(亿元)	314.93	8
	总资本化比率(X)	0.58	7
	资产质量	6	6
业务运营 (20%)	业务稳定性和可持续性	7	7
治理与管控 (10%)	治理水平与管控能力	6	6
打分结果			a
BCA			a
支持评级调整			4
评级模型级别			AA ⁺
打分卡定性评估与调整说明: 受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(a)的基础上通过支持评级调整得到。其中,基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及其他调整项等因素的考量。支持评级主要考虑了股东及政府等外部支持因素。最终级别由信评委投票决定,不排除与模型打分结果存在差异。			

*指标采用 2019 年~2021 年三年数据计算得出

正 面

■ **富阳区经济实力不断增强。**2021 年,富阳区实现地区生产总值 873.3 亿元,同比增长 7.7%,经济实力不断增强,良好的经济环境为公司的发展提供了有利的外部条件。

■ **持续获得股东支持。**公司自成立以来持续获得股东资产注入和财政补贴等方面的支持,资本实力不断夯实。

■ **业务具有区域垄断性,可持续性较强。**公司作为富春湾新城区域内唯一开发主体,承担富春湾新城土地开发整理、安置房建设和基础设施建设等重要职能;近年来公司各项业务有序开展,未来投资体量仍保持相当规模,公司业务可持续性较强。

关 注

■ **资产流动性较弱。**截至 2021 年末,公司存货为 680.00 亿元,主要系土地、安置房等开发成本及拟开发土地等;其他应收款 29.92 亿元,主要系应收区域内国有企业的拆借款及应收融资租赁公司的保证金。以上两项资产合计占期末总资产的 88.78%,占比较高,公司整体资产流动性较弱。

■ **债务规模增长较快,项目建设仍存在一定的资本支出压力。**随着土地开发整理业务的快速推进,近年来公司债务规模快速攀升,债务负担加重;公司在建及拟建项目规模较大,存在一定的资本支出压力。

■ **经营活动净现金流持续为负。**近年来,受公司土地开发整理、安置房建设及基础设施建设业务投入大、建设和回款周期长等因素影响,公司经营活动净现金流持续为负。

■ **收入结构单一。**公司营业总收入对土地开发整理业务依赖较大,近年来土地开发整理业务收入占总收入的比重保持在 90%以上,其他业务对公司营业总收入的贡献有限。

评级展望

中诚信国际认为,杭州富春湾新城建设投资集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**区域经济实力显著增强,公司资本实力显著增强,盈利大幅增长且具有可持续性,或资产质量显著提升。

■ **可能触发评级下调因素。**公司经营恶化或地位下降;股东及各方支持意愿减弱;公司的财务指标出现明显恶化,再融资环境恶化,备用流动性减少等。

评级历史关键信息

杭州富春湾新城建设投资集团有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AA+/稳定	21 富湾 04/21 富湾债 01 (AA+)	2021/7/7	江林燕、汤爱萍	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02	阅读全文

注：中诚信国际口径

同行业比较

2021 年部分杭州区域基础设施投融资企业主要指标对比表						
公司名称	资产总额（亿元）	所有者权益（亿元）	资产负债率（%）	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）	经营活动净现金流（亿元）
富春湾新城	799.67	314.93	60.62	40.02	10.08	-103.96
余杭创投	1,087.46	316.00	70.94	63.01	11.96	-41.55
钱江世纪城	528.46	306.94	41.92	40.37	5.31	-58.82

注：“余杭创投”为“杭州余杭创新投资有限公司”简称；“钱江世纪城”为“杭州萧山钱江世纪城开发建设有限责任公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
21 富湾 04/21 富湾债 01	AA+	AA+	2021/7/7	18.00	18.00	2021/8/26~2028/8/26	--

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“21 富湾 04/21 富湾债 01”募集资金总额 18 亿元，截至 2022 年 3 月末，公司已使用本期债券募集资金合计 18 亿元，其中，4 亿元用于富阳区春北安置小区 A 区块安置房项目，8 亿元用于富阳区春北安置小区 B 区块安置房项目，6 亿元用于补充营运资金，募集资金已按约定用途全部使用完毕。

宏观经济和政策环境

宏观经济:2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5%的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输

入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险:2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策:2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发

力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022 年 GDP 增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022 年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

跟踪期内，富阳区的经济总量保持增长，经济结构不断优化；受政策调控及市场环境影响，2021 年富阳区政府性基金收入有所下滑

2021 年，富阳区实现生产总值 873.3 亿元，实现同口径增长 7.7%。其中第一产业增加值 49.5 亿元，增长 2.2%；第二产业增加值 391.4 亿元，增长 9.6%；第三产业增加值 432.3 亿元，增长 6.8%。三次产业增加值结构为 5.7:44.8:49.5。2021 年，按户籍人口计算的全区人均生产总值为 126,014 元。

固定资产投资方面，2021 年富阳区固定资产投资增长 36.2%。从投资结构看，工业投资增长 34.9%，交通投资下降 0.3%，民间投资（不含房地产项目）增长 45.9%，生态环保、城市更新和水利设施投资 49.9%，高新技术产业投资增长 120.1%。

财政收入方面，2021 年全区一般公共预算收入为 105.02 亿元，比上年增长 16.5%，其中税收收入为 98.56 亿元，占一般公共预算收入的比重为 93.85%，收入构成质量较高。2021 年富阳区财政平衡率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为 89.00%，较上年提升 1.08 个百分点。

政府性基金收支方面，2021 年全区政府性基金

收入为 255.95 亿元，同比下降 43.35%，主要系国有土地使用权出让收入减少所致。同年政府性基金支出为 235.92 亿元，同比下降 43.50%。

表 1：2019~2021 年富阳区财政收支情况（亿元）

项目	2019	2020	2021
一般公共预算收入	80.00	90.14	105.02
其中：税收收入	72.10	85.49	98.56
政府性基金收入	318.26	451.80	255.95
一般公共预算支出	105.50	102.52	118.00
政府性基金支出	312.38	417.57	235.92
财政平衡率	75.83%	87.92%	89.00%

资料来源：杭州市富阳区财政局，中诚信国际整理

跟踪期内，公司控股股东、实际控制人发生变更，治理结构保持稳定

跟踪期内，公司名称、注册资本均无变化，控股股东、实际控制人发生变更。2021 年 4 月 1 日，根据《杭州市富阳区人民政府国有资产监督管理委员会关于调整变更杭州富春湾新城建设投资集团有限公司出资人的通知》（富国资办[2021]33 号），公司出资人由杭州富春湾新城管理委员会（以下简称“富春湾新城管委会”）变更为杭州市富阳区人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“富阳区国资办”）。截至 2021 年末，公司注册资本和实收资本仍为 15.00 亿元，唯一股东和实际控制人均为富阳区国资办。

治理结构方面，公司设董事会、监事会和经营管理层，不设股东会，股东会职权由杭州市富阳区人民政府国有资产监督管理委员会行使。经理层下设仍下设 7 个部门，法人治理结构较为完善。

2021 年公司土地出让规模大幅下降，土地出让进度受政策调控与市场环境影响，存在一定不确定性；公司在整理土地规模较大，未来面临一定投资压力；资金回款情况一般，需对后续回款情况保持关注

公司主要负责富春湾新城区域内土地开发整理，由本部负责经营，业务具有较强的区域垄断性。业务模式方面，根据杭州市富阳区土地经营委员会《富阳区经营性用地做地工作若干意见》（富土经委[2018]2 号）文件，公司通过自筹资金对富春湾新

城内的土地进行开发整理，整理完成后由富阳区土地储备中心对地块进行收储验收，验收通过后由土地储备中心会同财政部门与公司进行结算，公司据此确认土地开发整理收入，结算标准系地块投资成本加成一定比例的利润，具体金额以结算单为准。

2021 年，公司实现土地开发整理收入为 36.17 亿元，同比下降 7.04%。同年公司出让的土地面积为 11.75 万平方米，同比下降 88.08%，主要系土地出让进度受政策调控与市场环境影响较大。2021 年该业务结转的成本金额为 26.30 亿元，平均每亩开发成本为 151.48 万元，较上年保持平稳。资金回款方面，2021 年公司土地开发整理业务回款金额为 9.96 亿元，受土地出让进度影响，回款情况一般，

表 3：截至 2021 年末公司在开发土地情况（亿元、亩）

地块名称	整理期间	出让期间	拟开发面积	计划总投资	已投资
春江区块	2016-2025	2017-2030	8,600.00	245.10	210.32
大源区块	2016-2025	2017-2030	7,400.00	207.20	73.16
灵桥区块	2017-2025	2018-2030	7,100.00	198.80	90.83
合计	-	-	23,100.00	651.10	374.31

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

拟开发土地方面，公司面积较大的地块开发项目已经基本结束，未来公司将根据富春湾新城管委会统筹安排、土地行情及需求对地块进行精准开发。

公司已完工安置房项目进入销售尾声，在建安置房项目较多，公司面临一定的资本支出压力

公司受富阳区政府委托，在富春湾新城范围内开展安置房开发销售业务，主要由公司本部负责经营。业务模式方面，公司安置房建设模式分为自建模式和 PPP 模式。自建模式方面，公司安置房项目土地来源主要为公司自有土地，通过公开招投标并外包给符合资质要求的专业建筑施工公司进行施工，公司负责施工过程中的管理工作；项目建成后，优先向拆迁户定向销售，公司与拆迁户进行结算，销售价格由重置价、成本价、超出面积按市场价组成，重置价和成本价由所属镇街向征补办进行报批，市场价由评估公司进行评估，通过镇街向相关部门进行报批通过后确定。公司自建安置房中多

稳定性有待关注。

表 2：近年来公司土地整理业务运营情况

	2019	2020	2021
出让面积（万平方米）	75.02	98.55	11.75
成本（亿元）	17.70	22.73	26.30*
确认收入（亿元）	38.59	38.91	36.17
已回款（亿元）	35.97	37.40	9.96

注：*总投入金额中 23.63 亿元是企业拆迁、农户拆迁等成本，暂无相应的地块出让

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2021 年末，公司在整理土地主要集中在春江区块、大源区块和灵桥区块，上述区块拟开发面积为 2.31 万亩，计划总投资 651.1 亿元，已完成投资 374.31 亿元，已完成出让土地 2,779.83 亩。

余的房源和周边商铺由公司自行市场化运营（销售或出租）。

2021 年公司实现安置房销售收入为 0.07 亿元，主要来源于剩余车位销售收入，规模较小。截至 2021 年末，公司已完工的自建安置房有 4 个，总投资 9.90 亿元，基本已完成销售。截至 2021 年末，公司已完工自建安置房累计实现销售收入为 2.68 亿元，已回款金额合计 3.31 亿元。

表 4：截至 2021 年末公司已完工自建安置房项目情况（亿元）

项目名称	已投资	累计确认收入
江南新城农居安置小区民主（一期）	1.97	0.52
江南新城农居安置小区民主（二期）	2.94	0.78
江南新城农居安置小区建设（一期）	3.17	0.84
江南新城农居安置小区中沙村（一期）	1.82	0.54
合计	9.90	2.68

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2021 年末，公司在建的自建安置房有 9 个，总建筑面积为 210.07 万平方米，计划总投资 98.15 亿元，已投资 81.24 亿元。

表 5：截至 2021 年末公司在建的自建安置房项目情况（万平方米，亿元）

项目名称	总建筑面积	计划总投资	已投资
大源东升 1 号安置小区项目	4.62	2.58	3.49
大源安置二期 B 区块项目	13.22	6.66	5.03
大源安置二期 A 区块项目	22.26	11.25	13.47
春北安置小区 A 区块项目	21.45	10.60	8.53
春北安置小区 B 区块项目	42.43	20.72	15.33
灵桥安置小区二期 A 区块项目	42.99	20.81	11.83
灵桥安置小区二期 B 区块项目	32.60	13.20	11.72
灵桥安置小区二期 C 区块项目	19.49	7.92	7.27
春北安置小区 C 区块项目	11.01	4.41	4.56
合计	210.07	98.15	81.24

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

PPP 模式方面，公司作为代政府出资方与社会资本方成立项目公司，项目公司负责安置房建设及完工后经营性资产运营，项目建设用地由公司无偿提供。按照相关协议约定，项目合作期为 18 年，其中建设期 3 年和运营维护期 15 年。合作期间，项目公司仅享有项目的投资建设权、运营权、收益权。项目公司按照合同约定，在运营期支付年度运营所需成本，运营期结束后，项目的使用权、收益权、经营权由项目公司无偿移交给公司，由公司负责项目剩余资产的后续运营。截至 2021 年末，公司参与的 PPP 安置房项目 4 个，项目投资总额为 48.24 亿元，公司股权出资合计 0.60 亿元，并提供土地，土地开发整理成本和缴纳的土地出让金合计为 22.18 亿元。

表 6：截至 2021 年末公司在建 PPP 模式安置房项目情况（亿元）

项目名称	总投资	已投资	公司出资总额	土地成本	建设周期
春南安置小区建设工程	25.09	17.80	0.2	12.31	2018-2022
灵桥永丰村安置小区项目	9.99	4.90	0.4	3.01	2018-2022
东升二期安置小区项目	3.80	1.78		1.92	2018-2022
大源亭山村安置小区项目	9.36	4.56		4.94	2018-2022
合计	48.24	29.04	0.6	22.18	--

注：1、上述 PPP 项目均已纳入财政部项目库，目前均处于项目建设期；2、截至 2021 年末，公司为上述安置房项目提供土地，土地开发整理成本和缴纳的土地出让金合计为 22.18 亿元；3、上述安置房项目总投资和已投资为安置房工程建设成本，不含公司提供的土地成本。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，公司未确认基础设施代建业务收入，大部分项目处于在建过程中，未来业务可持续性较好，同时公司也面临一定的资本支出压力

业务模式方面，公司基础设施建设主要采取委托代建模式，即公司受富春湾新城管委会委托，负责富春湾新城区域基础设施建设项目的投融资及项目建设。公司与杭州富春湾新城管理委员会签订了《委托代建协议》，委托代建协议约定，结算总额以项目成本加成一定比例的方式确定。项目完工后，富春湾新城管委会对项目按合同进行分期支付。公司自身不进行项目的施工建设，所有项目均通过公开招投标外包给符合资质要求的专业建筑施工公司进行施工。施工支付款是按照项目开发进度将资金分批、分次支付给外包建筑单位，建设资金前期均由中标的建筑施工单位进行垫资，工程施工

后，按月支付上月完成工程量的 70% 的施工款，竣工验收交付至工程总价的 85%，竣工结算审定后支付至总价的 95%，剩余 5% 为质保金。

2021 年公司未实现代建业务收入，主要系项目均处于在建过程中。截至 2021 年末，公司已完工并结算项目为蔡伦西路延伸工程和灵礼路路面修复工程，累计投资金额为 3,266.95 万元，确认收入并结算回款金额为 3,459.27 万元。

在建项目方面，截至 2021 年末，公司在建的代建项目主要是广场、市政道路工程等项目，合计总投资超 300.00 亿元，已投资 143.46 亿元，尚需投资金额超 150.00 亿元，投资期集中在 2022~2023 年。拟建方面，公司拟建项目预计总投资合计 10.20 亿元。总体来看，公司代建、拟建尚需投资规模较大，面临一定的资本支出压力。

表 7：截至 2021 年末在建代建项目情况（亿元）

项目名称	建设期间	总投资	已投资
富春湾大道二期(小源溪以东段)	2020-2023	89.29	38.43
江南大道(一期)	2019-2022	57.40	20.38
富春湾大道（一期）	2020-2022	53.24	12.94
省人民医院富阳院区	2020-2024	24.00	10.54
杭黄一平方公里综合开发	2018-2021	44.13	10.09
亭山渠	2020-2021	8.56	8.11
亭山路(一期)	2019-2021	11.36	7.26
经纬渠新建及景观配套工程	2019-2022	5.62	4.85
杭黄铁路站前广场	2018-2020	6.50	4.67
杭新景灵桥互通迁改	2020-2022	6.36	2.75
亭山路二期(赤亭路-科甲路)	2020-2022	3.10	2.40
其他零星工程	-	-	21.04
合计	-	309.58	143.46

注：实际建设周期与计划建设周期存在一定差异

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 8：截至 2021 年末拟建代建项目情况（亿元）

项目名称	总投资	建设周期（年）
秦望南路二期	3.10	3
大源中学	4.50	3
胜利路	2.60	3

表 9：截至 2021 年末，公司在建的自营项目情况（万元）

项目名称	计划总投资	已投资	资金来源	建设周期
光电产业园项目	347,395.00	7,161.69	自有资金、外部筹资	2021.9-2024.12

注：已投资金额中包括缴纳的土地出让金

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2021 年以来公司新拓展了混凝土销售业务，加之钢材销售、园区养护服务、不动产租赁及物业管理等其他业务，业务较为多元，但整体规模较小，对公司收入贡献有限

钢材销售业务方面，2020 年公司拓展该业务，由子公司杭州富春湾新城产业投资有限公司负责运营。公司先和富春湾片区的施工单位签订钢材供货合同，再集中向上游进行采购，一般约定账期为一个月。随着钢材销售业务的逐渐成熟，公司该业务规模实现较快增长。2021 年，公司实现钢材销售收入为 2.24 亿元，同比增长 593.77%。

混凝土销售业务方面，2021 年公司新增该业务，由子公司杭州富春湾新型建材有限公司负责运营。业务模式采用以销定购方式，2021 年公司实现混凝土

合计	10.20	-
----	-------	---

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司自营项目处于建设前期阶段，需关注项目的资金安排和建设进度

公司自营项目为富春湾新城光电产业园提升改造工程项目（以下简称“光电产业园项目”），由公司本部负责。该项目以光电材料与激光领域为主要发展方向，打造集研发中试、园区孵化为一体的产业园区。业务模式方面，公司自行筹措项目资金，完工后主要通过标准厂房出租、办公用房出租、物业管理费和停车场运营等方式回笼资金。

光电产业园项目建设内容主要包括厂房升级改造及配套道路工程、中科院上海光机所杭州分所科研孵化及光电产业基地一期和二期。项目计划总投资 34.74 亿元，截至 2021 年末，已投资 0.72 亿元，目前处于建设的前期阶段，对项目的资金安排和建设进度需保持关注。

土销售收入为 0.91 亿元。

园区养护服务的经营主体为杭州富春湾新城资产运营管理有限公司，业务模式为向园区内的公司收取道路绿化等的维护费、垃圾清运费、园区维护等物业管理费。随着入驻园区的企业不断增加，该业务规模持续增长。2021 年，公司实现园区养护服务业务收入为 3,083.23 万元，同比增长 226.82%。

其他业务还包括不动产租赁、物业管理、水资源收费、卫生保洁收费等，整体规模较小。

财务分析

以下分析基于公司提供的经北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019~2021 年审计报告。公司各期财务报表均

按照新会计准则编制，各期财务数据均为财务报表期末数。

受土地出让情况以及结算进度影响，公司收入规模有所下滑，盈利水平较上年保持稳定；公司利润总额仍主要来源于经营性业务

公司营业收入主要来自土地开发整理业务，受土地出让情况及结算进度影响，公司土地开发整理收入较上年有所下滑。2021 年公司营业总收入同比下降 4.86%至 40.02 亿元。

表 10：近年来公司主要板块收入及毛利率构成

收入（亿元）	2019	2020	2021
土地开发整理	38.59	38.91	36.17
工程代建	0.36	-	-
安置房销售	-	2.61	0.07
钢材销售	-	0.32	2.24
混凝土销售	-	-	0.91
其他	0.30	0.22	0.62
合计	39.24	42.07	40.02
毛利率（%）	2019	2020	2021
土地开发整理	54.13	41.59	27.30
工程代建	5.32	-	-
安置房销售	-	-213.23	100.00
钢材销售	-	0.23	1.71
混凝土销售	-	-	9.08
其他	69.01	29.46	47.95
综合	53.79	25.40	25.90

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

毛利率方面，2021 年公司综合毛利率为 25.90%，较上年提升 0.5 个百分点。分业务来看，跟踪期内，土地开发整理业务由于项目结算的加成比例不同，导致毛利率较上年下降 14.29 个百分点；安置房销售毛利率提升至 100%，主要系相关成本已于前期结转所致。随着钢材销售业务逐步发展，规模效应使得毛利率水平提升。

公司期间费用以营业费用和管理费用为主，由于大部分利息进行了资本化处理，导致财务费用规模较小。2021 年，公司期间费用率为 2.63%，较上年上升 0.1 个百分点。公司期间费用率水平较低，费用控制能力较强。

表 11：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2019	2020	2021
销售费用	-	-	-
管理费用	0.24	0.35	0.36
财务费用	5.83	0.71	0.70
期间费用合计	6.07	1.06	1.05
期间费用率(%)	15.46	2.53	2.63
其他收益	0.03	1.51	1.07
经营性业务利润	15.04	11.09	10.33
利润总额	14.99	11.14	10.14

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司利润总额主要由经营性业务利润构成，经营性业务利润主要来源于自身业务经营。2021 年公司利润总额为 10.14 亿元，较上年下降 8.97%，主要系公司营业收入水平有所下降，加之收到的政府补助有所减少，跟踪期内，公司收到计入其他收益的政府补助为 1.07 亿元，较上年下降 28.89%。

公司资产规模随着业务的推进呈现持续增长，财务杠杆水平较高，但债务期限结构处于合理水平；资产以土地、安置房等开发成本和拟开发土地为主，资产流动性较弱

近年来随着业务规模的扩张和政府支持，公司资产规模持续增长。截至 2021 年末，公司资产总额为 799.67 亿元，较上年增长 24.18%。从资产构成来看，公司资产以流动资产为主，近年来流动资产占总资产的比重均保持在 98%以上。

表 12：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2019	2020	2021
货币资金	16.54	8.16	30.62
应收账款	40.89	9.54	37.62
其他应收款	58.21	24.79	29.92
存货	387.38	583.79	680.00
流动资产	516.79	637.62	790.98
长期股权投资	3.52	3.67	4.12
无形资产	0.00	0.00	2.30
非流动资产	4.69	6.33	8.69
总资产	521.48	643.96	799.67

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款及存货构成。截至 2021 年末，公司货币资金中受限部分为 1.50 亿元，主要系定期存单质押；

应收账款主要系应收杭州市富阳区土地储备中心的土地开发整理款，较上年末大幅增长 294.36%，主要系 2021 年回款情况较为滞后；其他应收款主要系应收富阳区其他国有企业的拆借款及应收融资租赁公司的保证金，2021 年末应收杭州富阳国有资本运营管理有限公司的资金归集和拆借款为 26.56 亿元，占其他应收款总额的 88.75%；存货主要由土地开发成本、房地产开发成本、工程施工及拟开发土地等构成，随着项目持续投入，存货较上年末增长 16.48%，2021 年末存货中在整理土地开发成本 288.73 亿元、拟开发土地 143.54 亿元、工程施工 143.46 亿元和房地产开发成本 104.27 亿元。

非流动资产方面，公司非流动资产主要由长期股权投资及无形资产等构成。截至 2021 年末，长期股权投资较上年末增长 12.38%，主要系对增加对中铁建投富春湾(杭州)城市开发有限公司的投资 0.45 亿元；无形资产主要系光电产业园项目的土地使用权。

负债构成方面，公司资产以非流动负债为主。截至 2021 年末，公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。其中长期借款作为公司主要的融资手段之一，受工程施工、土地开发整理业务的推进带动资金需求增加，长期借款规模较上年末 32.71%，其中以抵、质押借款和保证借款为主；应付债券规模同比大幅增长 253.33%，主要系当年新发行的企业债、公司债等；长期应付款主要系应付中铁建投富春湾(杭州)城市开发有限公司¹的往来款 15.00 亿元，同比下降 35.68%，主要系减少应付中交城投富春湾(杭州)投资有限公司的往来款 10.00 亿元。

流动负债方面，公司流动负债主要由应付账款、其他应付款及一年内到期的非流动负债构成。截至 2021 年末，应付账款主要系应付拆迁补偿款；其他应付款主要系应付富阳区其他国有企业的资

金拆借款；一年内到期的非流动负债主要系一年内到期的长期借款。

表 13：近年来公司主要负债和所有者权益情况（亿元）

	2019	2020	2021
应付账款	26.98	28.66	27.93
其他应付款	9.91	10.74	9.04
一年内到期的非流动负债	4.93	22.91	37.74
流动负债合计	63.26	72.08	77.58
长期借款	258.02	253.64	336.62
应付债券	-	15.00	53.00
长期应付款	3.20	27.27	17.54
非流动负债合计	261.22	295.92	407.16
负债合计	324.48	368.00	484.74
资本公积	137.00	205.29	232.29
未分配利润	35.91	46.61	56.36
所有者权益	196.99	275.96	314.93
短期债务	22.61	31.81	39.66
长期债务	260.18	268.72	389.62
总债务	282.80	300.52	429.28
资产负债率(%)	62.22	57.15	60.62
总资本化比率(%)	58.94	52.13	57.68

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司所有者权益规模随着资本公积和未分配利润的增长总体呈上升态势。截至 2021 年末，公司资本公积为 232.29 亿元，同比增长 13.15%，主要系当年公司收到的政府拨款资金 15.60 亿元；随着公司利润的不断积累，未分配利润同比增长 20.92%。

财务杠杆方面，2021 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 60.62%和 57.68%，财务杠杆整体有所波动，但仍处于较高水平。从债务期限结构来看，2021 年末公司短期债务占比为 9.24%，公司债务以长期为主，符合项目建设周期长、资金投入量大、需要使用长期资金的业务模式。

公司经营活动净现金流持续净流出，资金缺口主要靠筹资解决；随着债务规模的提升，EBITDA 对债务本息覆盖能力一般

表 14：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2020	2021
--	------	------	------

发有限公司，项目合作期暂定 12 年，累计共收到项目资金 15.00 亿元。

¹ 2020 年 5 月，公司与中国铁建投资集团有限公司、中铁建投投资基金管理有限公司签订《杭州富春湾新城春北片区开发项目投资合作协议》，共同出资设立项目公司中铁建投富春湾(杭州)城市开

经营活动净现金流	-160.16	-65.36	-103.96
投资活动净现金流	-4.01	-2.86	28.45
筹资活动净现金流	155.04	64.32	103.33
收现比	0.62	1.70	0.30
经营净现金流/总债务	-0.57	-0.22	-0.24
经营活动净现金流/利息支出	-9.86	-3.17	-6.26
货币资金/短期债务	0.73	0.26	0.77
EBITDA	31.28	11.95	10.97
总债务/EBITDA	9.04	25.16	39.15
EBITDA 利息保障倍数	1.93	0.58	0.66

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021 年公司经营活动净现金流持续净流出，主要是由于土地开发整理、安置房建设及代建等业务支出较大而相关业务回款较慢所致。2021 年公司投资活动净现金流规模大幅增长，主要系收到的与基础设施建设相关的财政拨款。公司相关资金缺口通过筹资活动弥补，主要通过银行借款、发行债券等渠道进行筹资，2021 年筹资活动净现金流规模进一步提升。

偿债能力方面，2021 年公司经营活动净现金流以净流出为主，无法对债务本息形成覆盖。货币资金对短期债务覆盖能力随着货币资金规模的增长而有所增强。EBITDA 对债务本息的覆盖程度一般。

从债务到期情况看，公司债务主要集中在 2024 年及 2025 年以后到期，中诚信国际将对公司的偿还资金安排情况保持关注。

表 15：截至 2021 年末，公司债务到期情况（亿元）

到期时间	2022	2023	2024	2025 及以后
到期金额	39.66	42.9	78.67	268.05

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司未使用授信额度相对较高，但受限资产规模较大，未来可用的抵质押物受限；对外担保对象主要系区域内国有企业，整体的代偿风险可控

银行授信方面，截至 2021 年末，公司累计获得银行授信总额度 805.47 亿元，其中未使用授信额度 375.39 亿元，具有一定的备用流动性。

对外担保方面，截至 2021 年末，公司对外担保余额合计 106.33 亿元，占净资产比例为 33.76%，被担保人主要为富阳区地方国有企业，代偿风险可

控。

受限资产方面，截至 2021 年末，公司受限资产合计 156.81 亿元，占公司总资产的 19.61%，主要为存货中用于银行借款的抵押土地资产。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2022 年 1 月 18 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

作为富春湾新城区域唯一的建设开发主体，公司在资产注入及财政补贴等方面获得当地政府的有力支持

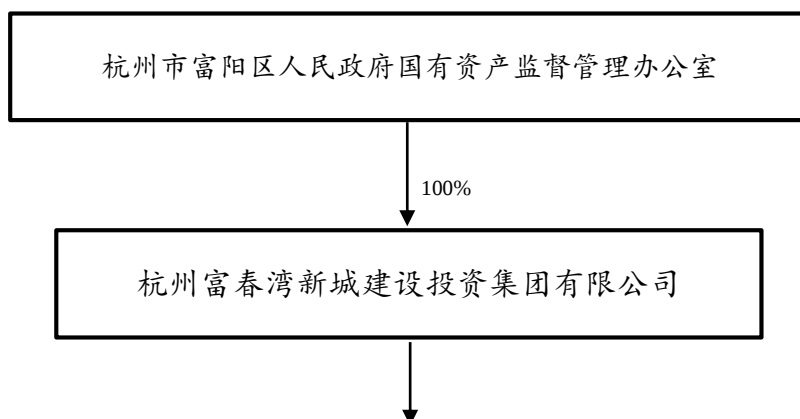
公司为富春湾新城区域唯一的开发主体，承担富春湾区域土地开发整理、安置房建设和基础设施建设等任务，当地政府在资产注入和财政补贴等方面可以给予一定的支持。

资产注入方面，2021 年公司收到拨款增加资本公积 15.60 亿元。政府补助方面，2021 年公司收到的政府补助为 1.07 亿元。

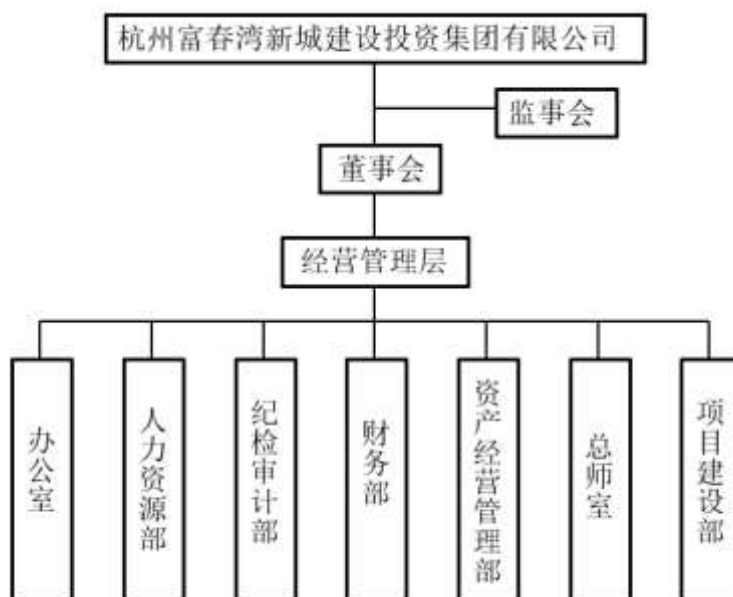
评级结论

综上所述，中诚信国际维持杭州富春湾新城建设投资有限公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“21 富湾 04/21 富湾债 01”的债项信用等级为 **AA⁺**。

附一：杭州富春湾新城建设投资集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至2021年末）



子公司名称	持股比例（%）
杭州富阳江南新城建设有限公司	80.00
杭州富春湾新城资产运营管理有限公司	100.00
杭州富阳江南新城水务有限公司	100.00
杭州富春湾新城产业投资有限公司	100.00
杭州富春湾新城基础设施建设有限公司	100.00
杭州富阳南港建设管理有限公司	51.22



资料来源：公司提供

附二：杭州富春湾新城建设投资集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019	2020	2021
货币资金	165,407.57	81,634.67	306,223.92
应收账款	408,794.70	95,394.53	376,193.66
其他应收款	582,055.45	247,872.99	299,224.93
存货	3,873,849.03	5,837,861.34	6,799,991.03
长期投资	39,182.50	43,982.50	51,074.75
在建工程	168.28	7,811.08	501.14
无形资产	0.00	0.00	22,957.44
总资产	5,214,750.90	6,439,557.28	7,996,656.13
其他应付款	106,285.98	107,362.39	90,445.63
短期债务	226,140.70	318,057.77	396,635.33
长期债务	2,601,812.18	2,687,176.74	3,896,191.81
总债务	2,827,952.88	3,005,234.50	4,292,827.13
总负债	3,244,819.34	3,679,956.28	4,847,390.77
费用化利息支出	162,428.90	7,141.85	6,952.54
资本化利息支出	0.00	199,109.18	159,024.57
实收资本	150,000.00	150,000.00	150,000.00
少数股东权益	90,764.88	90,605.28	112,734.18
所有者权益合计	1,969,931.55	2,759,601.01	3,149,265.36
营业总收入	392,392.60	420,690.21	400,226.15
经营性业务利润	150,393.86	110,908.88	103,348.79
投资收益	0.00	0.00	2,138.42
净利润	149,790.05	111,314.01	100,780.32
EBIT	312,289.86	118,501.33	108,326.88
EBITDA	312,822.49	119,462.47	109,655.24
销售商品、提供劳务收到的现金	244,094.78	713,951.53	121,807.49
收到其他与经营活动有关的现金	138,922.91	426,359.89	17,503.31
购买商品、接受劳务支付的现金	1,755,897.83	1,771,600.27	1,104,542.24
支付其他与经营活动有关的现金	227,021.40	22,346.87	74,665.37
吸收投资收到的现金	0.00	2,000.00	0.00
资本支出	953.21	7,471.67	17,609.08
经营活动产生现金净流量	-1,601,604.95	-653,595.76	-1,039,602.53
投资活动产生现金净流量	-40,135.71	-28,571.67	284,482.83
筹资活动产生现金净流量	1,550,351.31	643,204.53	1,033,328.95
财务指标	2019	2020	2021
营业毛利率(%)	53.79	25.40	25.90
期间费用率(%)	15.46	2.53	2.63
应收类款项/总资产(%)	19.00	5.33	8.45
收现比(X)	0.62	1.70	0.30
总资产收益率(%)	7.61	2.03	1.50
资产负债率(%)	62.22	57.15	60.62
总资本化比率(%)	58.94	52.13	57.68
短期债务/总债务(X)	0.08	0.11	0.09
FFO/总债务(X)	0.11	0.11	0.03
FFO 利息倍数(X)	1.92	1.55	0.67
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	-9.86	-3.17	-6.26
总债务/EBITDA(X)	9.04	25.16	39.15
EBITDA/短期债务(X)	1.38	0.38	0.28
货币资金/短期债务(X)	0.73	0.26	0.77
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.93	0.58	0.66

注：中诚信国际分析时将公司计入长期应付款的有息部分调整至长期债务。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
现金流	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
偿债能力	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
偿债能力	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。